

MDT: 336.748.12; 336.748.14; 338.23:336.74

klíčová slova: centrální banka – měnová politika – inflace – deflace – ceny

Příspěvek k inflaci a deflaci v současné tržní ekonomice

Zbyněk REVENDA*

Prioritním cílem či alespoň jedním z hlavních cílů měnové politiky centrální banky v tržní ekonomice je cenová stabilita. Cenový vývoj může mít dvě další základní podoby – inflační a deflační. Inflační vývoj lze označit za ekonomický fenomén tržní ekonomiky v nedávné minulosti, avšak nebezpečí nárůstu míry inflace je v latentní podobě všudypřítomné.

Problematika inflace a boje proti ní je velmi složitá z celé řady důvodů. Teprve v posledních letech se ekonomové začínají shodovat v tom, že zvládnutí, resp. zkrocení inflace je jednou ze základních podmínek zdravého vývoje tržních ekonomik ve středním i dlouhém období. Shody zatím nebylo dosaženo v pohledu na inflaci v krátkém období; zde řada ekonomů zastává názor o určité vhodnosti mírné inflace, která podle jejich názoru může podporovat proticyklický vývoj. Rovněž „sociálněji“ orientované vlády mohou před protiinflační politikou preferovat jiné cíle, především ekonomický růst a snižování míry nezaměstnanosti.

Inflace má negativní důsledky v podobě „obohacení se“ některých ekonomických subjektů na úkor jiných ekonomických subjektů; z toho rovněž vyplývá, že ne pro všechny musí být nutně škodlivá. Například vlády, které mívají sklon k neúměrnému zvyšování výdajů, mohou tak činit za cenu zvýšení míry inflace. Tím potenciálně snižují účinnost protiinflační měnové politiky centrálních bank.

Inflaci je věnována rozsáhlá ekonomická literatura, která zahrnuje širokou škálu názorů na příčiny, projevy a důsledky inflace, na měření míry inflace, na škodlivost inflace pro tržní ekonomiku a nakonec i na samotnou podstatu inflace; to dokládá, že jednoduchých a kategoričtých konceptů, tvrzení a návrhů na řešení je vhodné se vyvarovat.

Stejně poznámky platí pro deflaci, které se ekonomická literatura věnuje nesrovnatelně méně. Důvodem je především mnohem nižší četnost jejího výskytu. V posledních letech se v některých ekonomikách – v přímé souvislosti s předchozími úspěchy na poli boje proti inflaci – začaly objevovat deflační tendence. Tři z možných otázek, které se v této souvislosti objevují, mohou znít:

1. Je-li inflace nežádoucí situací, lze stejně hodnotit i deflaci?
2. Pokud ano, neměla by vrcholná měnová autorita věnovat stejnou pozornost deflaci, jakou věnuje inflaci?

* Vysoká škola ekonomická (revy@vse.cz)

Autor děkuje oběma anonymním oponentům redakce časopisu *Finance a úvěr* a dále Janu Frai-tovi a Františku Vencovskému za velmi cenné připomínky. Článek je součástí grantového úkolu GAČR 402/02/1308.

3. Neexistuje v současnosti nějaký peněžní mechanismus, který by výrazně omezoval, či dokonce vylučoval inflační a deflační tlaky?

V článku se autor pokouší na tyto a další otázky hledat odpovědi. Musí ale upozornit, že si nečiní nároky na vyčerpávající popis a analýzu problematiky v celé její šíři, mimo jiné se nezabývá matematickými či ekonometrickými modely inflace a deflace. Jde pouze o verbální popis s rizikem zjednodušení. Autor vychází rovněž z přesvědčení, že realita obvykle nebývá „ani černá, ani bílá“; proto předem přijímá případné námitky, že některé závěry či hodnocení mohou být diskutabilní.

1. Definice pojmů

Inflace a deflace se často ztotožňují se změnami cenové hladiny. Posun definic směrem k cenám souvisel především s vývojem peněžního systému směrem k centralizaci emise hotovostních peněz a k vzniku bezhotovostních peněz. To je však zjednodušený pohled, protože ne každou změnu cenové hladiny je vhodné označit za inflaci či deflaci. Oba pojmy lze definovat různě, zejména při zdůrazňování hlavních příčin („typy inflace“ apod.); proto je na místě uvést definice pro potřeby tohoto článku.¹

Inflace představuje dlouhodobější nepřetržitý růst cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz a který vede k poklesu kupní síly peněz. Za *deflaci* můžeme označit dlouhodobější nepřetržitý pokles cenové hladiny, který je spojen s nedostatečnou emisí peněz a který vede k růstu kupní síly peněz.

Pro obě situace je klíčovou determinantou emise peněz, resp. množství emitovaných peněz v ekonomice. Problém nadměrné či nedostatečné emise peněz je spojen s termíny *nabídka peněz* („skutečné množství peněz v oběhu“, M_S) a *poptávka po penězích* („ekonomicky potřebné množství peněz v oběhu“, M_D). Vycházíme tedy z tzv. *exogenních* peněz. Zde je nutné stručně zmínit, že tento přístup má jednu všeobecnou alternativu v podobě *endogenních* peněz, kdy množství peněz v oběhu je závisle proměnnou a kdy určující nezávisle proměnnou je poptávka po úvěrech.² Tento nesporně zajímavý směr uvažování – až na nepatrné zmínky – nechává autor stranou pozornosti.

Obě definice lze velmi zjednodušeně formalizovat:

$$\text{inflace: } M_S > M_D \Rightarrow \uparrow P$$

$$\text{deflace: } M_S < M_D \Rightarrow \downarrow P$$

kde P je cenová hladina; reakce cen není okamžitá, je spojena s časovými zpožděními.

Zde se otevírá široký a ekonomickou vědou zhusta popsáný prostor zkoumání nabídky peněz (např. v podobě tzv. měnových agregátů), poptávky po penězích (různé keynesiánské, monetaristické a další teorie, ekonometrické modely atp.), měření změn cenové hladiny (cenové indexy, očišťování indexů

¹ Přehled základů inflační teorie a definic inflace či deflace viz např. v (Bronfenbrenner – Holzman, 1964), (Hafer – Wheelock, 2001), (Meyer, 2001a), (Cukierman, 2002).

² Jde o výrazné zjednodušení, navíc teorie endogenních peněz není homogenní (strukturnalisté, horizontalisté apod.). Teorie je středem zájmu i řady českých autorů, viz např. (Krejdl, 2003).

a časových řad aj.) či dalších faktorů, které mohou ovlivnit kupní sílu peněz (nabídkové „šoky“ atp.).

Z definic také odvodíme, že:

- ne každou změnu cenové hladiny lze označit za inflaci či deflaci; musí jít o dlouhodobější nepřetržitou změnu. Otázkou zůstává hranice mezi krátkodobými a dlouhodobějšími změnami;
- cenová hladina se může měnit nárazově, například z důvodu změn v daňové soustavě, uvolnění regulovaných cen apod. Pak je vhodnější hovořit o změnách cen, a nikoli o inflaci či deflaci;
- ceny nemohou dlouhodoběji a nepřetržitě růst, pokud současně, resp. s určitým časovým předstihem, neroste nabídka (emise) peněz. Dříve či později, v závislosti na technických a jiných hranicích rychlosti oběhu peněz, se při neměnné nabídce peněz musí růst cen zastavit. Pro pokles cen ale limity ze strany nabídky peněz neexistují; ceny mohou klesat, aniž by nutně muselo klesat množství peněz v oběhu.

V každé tržní ekonomice za dané období *ex post* platí souvislosti, které – jak výstižně a vtipně poznamenal jeden autorův kolega ekonom – lze považovat za triviální cvičení na téma notoricky známé, tzv. rovnice směny.³ Z této rovnice lze snadno odvodit, že při relativně stálé rychlosti oběhu peněz je dlouhodobější změna cenové hladiny doprovázena stejnosměrnou změnou měnového agregátu a/nebo opačnou změnou hrubého domácího produktu. Pokles cen by tedy mohl být spojován s ekonomickým růstem.

2. Asymetrie, redistribuční efekt a cíle měnové politiky

Připusťme nyní variantu ekonomického vývoje, kdy množství peněz se vyvíjí takovým způsobem, že dochází ke *zvýšení tempa růstu* reálného hrubého domácího produktu, aniž roste cenová hladina. K této situaci může dojít, pokud se tempo růstu skutečného množství peněz v ekonomice zvyšuje (při abstrakci od změn rychlosti oběhu peněz):

- (a) stejně rychle jako tempo růstu reálného hrubého domácího produktu: cenová hladina *se nemění*, jde současně o rovnováhu $M_S = M_D$ a situaci *cenové stability* (míra inflace či deflace je v zásadě rovna nule);
- (b) pomaleji než tempo růstu reálného hrubého domácího produktu: cenová hladina *se snižuje*, $M_S < M_D$.

Situace (b) představuje deflační vývoj, který by tak mohl být považován za *projev zdravého vývoje tržní ekonomiky*. Podle názoru autora jde ale o závěr zcela chybný.

2.1 Asymetrie vývoje cen, mezd a kapitálových trhů

První skupina důvodů, které zpochybňují deflaci jako zdravý vývoj, se týká asymetrických pohybů řady veličin:

³ $M \cdot V = P \cdot Q$, resp. $\% M + \% V = \% P + \% Q$; M je množství peněz v ekonomice vyjádřené jedním z měnových agregátů, V je průměrná rychlost oběhu příslušného měnového agregátu, P je agregátní cenová hladina, Q je reálný agregátní výstup (resp. důchod) a $\%$ je změna v procentech.

- má-li *cenová hladina* tendenci ke změně, je to změna směrem nahoru, a nikoli dolů.⁴ Směrem nahoru navíc neexistují žádné limity, zatímco směrem dolů samozřejmě ano, ceny nemohou být nižší než nula;⁵
- pokles cen a z něj vyplývající rostoucí *reálná* kupní síla peněz by za jinak stejných okolností (především v podobě neexistence pozitivních nabídkových šoků) nutně vedly k růstu *reálných* mezd, platů, sociálních dávek atp. To by dále vedlo k tlakům na růst nezaměstnanosti a k problémům ve státním rozpočtu a/nebo k nominálnímu snížení těchto důchodů, zcela určitě pomalejšímu, než je tempo poklesu cen, neboli sice pomalejšímu, ale přesto *růstu* reálných důchodů. Negativní dopady na (ne)zaměstnanost a státní rozpočet by byly jen mírnější než v případě nesnižování nominálních důchodů;
- dopady růstu reálných mezd a dalších důchodů na nezaměstnanost a státní rozpočet by mohly být snižovány až eliminovány růstem produktivity práce – *mzdy a další důchody jsou ale směrem dolů téměř nepružné*, ať již z důvodu „stávající praxe“ mzdových a dalších vyjednávání s odbory (rozhodně směrem k růstu nominálních důchodů), nebo z důvodu psychologických bariér spojených např. s ochotou přijímat stále nižší důchody. Pro relativně zdravý vývoj za situace zcela běžné v tržní ekonomice – *růst* důchodů – je „méně nebezpečný“ růst cen: k růstu *reálných* důchodů dochází při nižším tempu růstu produktivity práce; při poklesu cen by zdravý ekonomický vývoj vyžadoval podstatně vyšší tempo růstu produktivity práce;⁶
- dlouhodobé tendence k růstu cen se projevují také na kapitálových trzích.⁷ Pomineme-li opět dolní hranici cen (nula), má dlouhodobější pokles cen (kurzů) cenných papírů vysoce negativní důsledky pro majitele cenných papírů – jak institucionální investory, tak „drobné“ investory –, a to v podobě poklesu peněžního bohatství těchto subjektů. To se dále promítá

⁴ Do začátku 20. století docházelo spíše ke střídání období růstu cen s obdobími poklesu cen; růstová tendence cen je empiricky doložitelná za posledních asi 100 let. Hlavním důvodem takto zásadní změny byl vznik a rychlý rozvoj bezhotovostních peněz, resp. bezhotovostních plateb, a z toho vyplývající elastická, množstvím drahého kovu neomezovaná nabídka peněz. V našem pojetí inflace jde tedy o (téměř) permanentní převis nabídky peněz nad poptávkou po penězích, $M_S > M_D$.

⁵ Minimální nominální hodnotou peněz v naší ekonomice od 1. listopadu 2003 je 50 haléřů – například cena 1 rohlíku ze současných asi 1,50 Kč může klesnout na 1 Kč, pak na 50 haléřů a pak ... (?). „Řešení“ v podobě dva (tři atd.) rohlíky za 50 haléřů by vedlo k plýtvání (nelze koupit jen 1 rohlík). Nebo bychom opětně museli zavést 20-, 10-, 5- i 1haléřové mince a později peníze s ještě nižšími nominálními hodnotami – zde je vhodné uvést, že náklady na výrobu mincí jsou u nás nižší než nominální hodnoty právě až u 50haléřových mincí. Jde vskutku o bizarní důsledky, nicméně závěr o zdravém deflačním vývoji nabízí takových a podobných bizarností až absurdit celou řadu.

⁶ Příkladem dlouhodobého poklesu cen je počítačový průmysl. I zde ale souběžně *rostly* nominální mzdy, což umožnil – mimo jiné – enormní růst produktivity práce v tomto sektoru. Podobně rychlý růst produktivity práce ve většině jiných sektorů či odvětví lze s pravděpodobností hraničící s jistotou vyloučit.

⁷ Index vývoje na trhu cenných papírů v New Yorku (*Dow-Jones Industrial Average*) měl před 100 lety hodnotu kolem 80 bodů, zatímco nyní se pohybuje mezi 9 500 a 10 000 body. Je však nutné zdůraznit, že zmiňovaná tendence k růstu platí pro „značně dlouhé“ období. Index se například na hodnotu před zhroucením cen v říjnu 1929 vrátil až v roce 1954. V Japonsku je *Nikkei Index 225-Average* na 20–25 % rekordních hodnot z roku 1989. Obdobné poznámky lze vztáhnout také na vývoj cen nemovitostí v dalším odstavci v textu.

- do snížení ochoty investovat do cenných papírů, které jsou spojeny s perspektivou poklesu, do omezování investičních i spotřebních výdajů atp. Opravdu jen těžko lze argumentovat „optimizmem“ investorů ve fázích klesajících cen na kapitálových trzích;
- stejné tendence lze vysledovat u cen nemovitostí. Jejich případný dlouhodobější pokles má samozřejmě další důsledky, například relativní pokles (tempa růstu) úvěrů poskytovaných proti zástavě v podobě nemovitostí;
 - asymetrické jsou také ceny úvěrů – především úrokové sazby. Nominálně opět mají přirozenou spodní hranici nula (výjimkou je Japonsko, viz část 2.3);
 - symetrie pohybu cen existuje v zásadě pouze u vzájemných cen jednotlivých (volně směnitelných) měn neboli u měnových kurzů. Rostoucí cena jedné měny znamená relativní snížení ceny druhé měny – první měna se zhodnocuje, druhá znehodnocuje.

2.2 Redistribuční efekt inflace a deflace

Při zdůvodnění škodlivosti inflace v ekonomice lze argumentovat především tzv. redistribučním efektem. Představuje přesun části bohatství od některých skupin ekonomických subjektů ve prospěch jiných skupin ekonomických subjektů. Přesun ale nemusí vždy směřovat od většiny k menšině ani od „chudších“ k „bohatším“. Tato redistribuce je „nespravedlivá“, nicméně je sporné, zda se z hlediska ekonomiky jako celku mění její celkové bohatství, neboť ztráty jedněch jsou výnosy druhých. *Pravděpodobně* se ale mění, neboť redistribuce bohatství vede k neefektivní alokaci zdrojů (tzv. alokační efekt) a k suboptimálnímu chování především rizikově averzních ekonomických subjektů.

Redistribuční efekt má však také deflace. Redistribuce bohatství může mít přesně opačný směr než při inflaci, jsou ale situace, kdy inflace i deflace působí stejným směrem. Základní směry redistribuce jsou zachyceny v *boxu 1*.

Redistribuční efekt také vysvětluje, proč některé subjekty nemusejí být protiinflačně či protideflačně orientovány:

- při progresivním zdanění příjmů relativně vyšší daňové příjmy státu (inflace) a relativně nižší daňové příjmy státu (deflace) mohou znamenat „zájem“ státu na inflaci. Zájem je podpořen například poklesem reálné výše státního dluhu. Deflace naopak může absolutně i relativně státní dluh zvyšovat;
- zájem na inflaci lze také očekávat u dlužníků, zatímco deflace – na první pohled v zájmu věřitelů – může vést k problémům dlužníků splácet úvěry, což se dále může projevit negativně u věřitelů.

Redistribuční efekt není jediným negativním důsledkem obou situací. Mezi další nežádoucí projevy a důsledky inflace a deflace lze řadit:

- *preferenci spotřeby před držbou peněz* (inflace) či *preferenci držby peněz před spotřebou* v očekávání dalšího poklesu cen (deflace). Kromě redistribuce spojené s těmito preferencemi (viz box 1) také dochází k tomu, že množství držených peněz se dostává pod společensky optimální úroveň, s dalšími důsledky například pro zaměstnanost a ekonomický růst;

BOX 1 Redistribuční efekt inflace a deflace

Redistribuční efekt inflace (INF) a deflace (DEF)	Část bohatství se přesunuje od některých skupin ekonomických subjektů ve prospěch jiných skupin ekonomických subjektů
Relativně fixní důchody × Variabilní důchody	
INF: Přesun části bohatství od příjemců relativně fixních důchodů (zejména příjemců sociálních dávek aj.) ve prospěch příjemců variabilních důchodů. DEF: Opačný směr přesunu.	
Zaměstnanci × Zaměstnavatelé	
INF: Nejsou-li nominální mzdy souběžně zvyšovány podle vývoje míry inflace, část bohatství se přesunuje od zaměstnanců k zaměstnavatelům. DEF: Nejsou-li nominální mzdy souběžně snižovány podle vývoje míry deflace, část bohatství se přesunuje od zaměstnavatelů k zaměstnancům (s možnými důsledky v podobě propouštění).	
Odborově neorganizovaní zaměstnanci × Odborově organizovaní zaměstnanci	
INF: Odbory mohou prosazovat vyšší růst nominálních mezd – část bohatství se přesunuje od odborově neorganizovaných ve prospěch odborově organizovaných zaměstnanců. DEF: Stejný směr přesunu v případech, kdy odbory zablokují snížení nominálních mezd.	
Hotovostní úspory × Úročené bezhotovostní úspory	
INF, DEF: Přesun části bohatství od subjektů s hotovostními úsporami ve prospěch subjektů s úročenými bezhotovostními úsporami.	
Peněžní úspory × Nákupy zboží a služeb	
INF: Při poklesu reálných úrokových sazeb z peněžních úspor se část bohatství přesunuje od subjektů, které vytvářejí peněžní úspory, ve prospěch subjektů, které tyto úspory nevytvářejí a preferují nákupy zboží a služeb. DEF: Opačný směr přesunu spojený s růstem reálných úrokových sazeb a čekáním na další pokles cen.	
Věřitelé × Dlužníci	
INF: Nejsou-li dluhy upravovány přesně podle vývoje míry inflace (především zvyšováním úrokových sazeb), pak se vzhledem ke splátkám ve znehodnocujících se penězích část bohatství přesunuje od věřitelů k dlužníkům. DEF: Nejsou-li dluhy upravovány přesně podle vývoje míry deflace (především snižováním úrokových sazeb), pak se vzhledem k reálně vyšším splátkám v penězích část bohatství přesunuje od dlužníků k věřitelům. Snižování úrokových sazeb má navíc spodní bariéru (teoreticky: nulové úrokové sazby). Přesun bohatství je „komplikován“ problémy dlužníků v podobě nesplácení úvěrů.	
Cenné papíry s konstantními cenami × Cenné papíry s variabilními cenami	
INF: Přesun části bohatství od majitelů cenných papírů s konstantními cenami ve prospěch majitelů cenných papírů s variabilními cenami. DEF: Opačný směr přesunu.	
Chybná předvídání vývoje cen × Správná předvídání vývoje cen	
INF, DEF: Přesun části bohatství od subjektů, které vývoj cen předvídaly chybně, ve prospěch subjektů, které vývoj cen předvídaly správně, resp. lépe.	
Výrobci a obchodníci vystavení konkurenci × Monopoly a oligopoly	
INF, DEF: Subjekty vystavené konkurenci realizují relativně nižší zisky než monopoly a oligopoly, které mohou rychleji zvyšovat ceny při inflaci a vůbec nemusejí snižovat ceny při deflaci; část bohatství se přesunuje ve prospěch monopolů a oligopolů.	
Poplatníci progresivních daní z příjmů × Příjemci progresivních daní z příjmů	
INF: Poplatníci daní postupují do daňových pásem s vyššími sazbami a část bohatství se od těchto subjektů přesunuje ve prospěch příjemců daní – tzv. <i>plíživé zdanění</i> . DEF: Opačný směr přesunu, neboť poplatníci daní sestupují do daňových pásem s nižšími sazbami (pružnost mezd, platů a sociálních dávek směrem dolů je ale mnohem nižší než směrem nahoru).	

- *větší sklony zaměstnavatelů k propouštění zaměstnanců* při progresivním zdanění mzdových nákladů v inflační situaci (je ovšem nutné srovnat s vývojem zisku, viz jedna z dalších poznámek);
- *při inflaci růst nejistoty kalkulací budoucí výnosnosti investic*, a tedy i nákladů na zajišťování se do budoucna: banky či jiní věřitelé jsou mnohem opatrnější při poskytování úvěrů, rostou úrokové „prémie za riziko“, zkracují se lhůty splatnosti úvěrů apod.; při deflaci může docházet k odkladům investičních rozhodnutí z důvodu „vyčkávání“ na další pokles cen a/nebo z důvodů obav zadlužit se, což opět může vést – mimo jiné – ke zkracování lhůt splatnosti úvěrů; klíčovou roli v obou situacích hraje *volatilita* a s ní spojené možnosti předvídání či přesných odhadů míry inflace, resp. deflace;
- *pokles nominálních úrokových sazeb* při deflačním vývoji. Pro dlužníky jsou ale významné *reálné* úrokové sazby, které v deflaci rostou. Vzhledem k dolní hranici nominálních úrokových sazeb (nula) hrozí při pokračujícím deflačním vývoji růst reálných úrokových sazeb nad „únosnou úroveň“ pro dlužníky. Měnová politika centrální banky spojená s regulací krátkodobé úrokové míry je za situace nominálních úrokových sazeb blízkých nule prakticky neúčinná;
- další komplikace pro dlužníky při deflaci: *vyšší reálné splátky úvěrů a klesající ceny zástav půjček* (srov. část 2.1);
- *zadření úvěrů (credit crunch)* jako možné vyústění problémů dlužníků při deflaci, které se přenesly na věřitele. Banky (popř. další věřitelé) také musejí „odepisovat“ dříve poskytnuté úvěry; některé banky se tak mohou dostat do velmi vážných problémů. Neúvěrování, resp. výrazný pokles poskytování nových úvěrů, se může promítnout například do investiční aktivity s dalšími makroekonomickými dopady v podobě růstu nezaměstnanosti a celkového zpomalení ekonomického růstu;
- *pokles zisků podniků* při deflaci s dopady na omezení výroby, investic apod.;
- *pokles příjmů státního rozpočtu* při deflaci, např. v souvislosti s poklesem zisků podniků;
- *narušení funkce peněz jako prostředku směny* v obou situacích s důsledky v podobě deformace tržních procesů, deformace finančního rozhodování a neefektivní alokace zdrojů.

Je zřejmé, že inflace i deflace jsou ekonomicky, sociálně a často i politicky nežádoucím jevem. K jejich spojení s „nespravedlivou“ redistribucí je nutné ještě poznamenat, že tuto redistribuci nelze odstranit. Kdyby z žádných jiných důvodů pak určitě z důvodu existence *asymetrie* informací, znalostí, vědomostí, vzdělání atp. Inflace a deflace ale zvyšují „míru“ nespravedlivé redistribuce a „boj“ proti nim proto bývá hlavním cílem měnové politiky centrálních bank v tržních ekonomikách.

2.3 Cenová stabilita a měnová politika centrální banky

V zásadě v každém státě v současnosti působí vrcholná měnová autorita; předpokládáme naprosto převažující variantu, kdy touto institucí je centrální banka.⁸ Tato banka, kromě dalších činností, provádí měnovou politiku. Ve vyspělých tržních ekonomikách je hlavním cílem měnové politiky

cenová stabilita – ať již v podobě jediného hlavního cíle, či (obvykle) prioritního cíle mezi větším počtem cílů. Cenová stabilita je jediným *hlavním* cílem měnové politiky České národní banky, Evropské centrální banky apod. Jedním z více cílů je například u Federálního rezervního systému ve Spojených státech amerických – společně s podporou zaměstnanosti a udržováním mírných dlouhodobých úrokových sazeb.

Cenová stabilita je definována – na ročním základě – jako určitá *míra inflace*, resp. určitá *míra růstu cenové hladiny*. Ponecháme-li nyní stranou různá měření a problémy s tím spojené, je za cenovou stabilitu považován roční růst cen obvykle do 2 %, resp. 3 %, nikoli tedy deflace či pokles cenové hladiny. Řada centrální bank má tento cíl přesně kvantifikovaný, a to v dlouhodobějším horizontu, např. v případě České republiky stanovila Česká národní banka cíl cenové stability v dubnu 1999 v hranicích 2 %–4 % (řetězové indexy spotřebitelských cen) nejpozději k 31. 12. 2005. Cíl cenové stability nicméně kvantifikovaný být nemusí.

Autorovi není známa jakákoli praxe z vyspělé tržní ekonomiky, která by centrální banku zavazovala k *deflačnímu* vývoji; navíc:

- měnová politika snižování míry inflace k „velmi nízkým hodnotám“, tzv. politika dezinflace, je v zemích s vyšší mírou inflace často konfrontována s vývojem ekonomického růstu; při větších ekonomických propadech jsou centrální banky nuceny „méně šlapat na brzdy“ – zda se tak rozhodnou samy, či zda jsou k tomu přitlačeny např. vládou, zde není podstatné;
- deflační vývoj či dlouhodobější pokles cenové hladiny jsou považovány za *velmi nežádoucí* a centrální banky, vlády a popřípadě další subjekty dělají vše možné, aby se ekonomika dostala z deflace. Taková je realita, jako příklad uveďme Japonsko.

Vývoj v japonské ekonomice od druhé poloviny 90. let minulého století lze v našem pojetí označit za deflační: docházelo jak k absolutnímu poklesu agregátní cenové hladiny, tak ke snížení tempa růstu množství peněz v ekonomice. Japonská vláda, centrální banka i „akademická obec“ jednoznačně hodnotí současnou situaci jako vysoce nepříznivou až destruktivní pro zdravý ekonomický vývoj. Důsledkem, resp. projevem tohoto přístupu jsou různé plány řešení, jak co nejdříve dostat ekonomiku zpět do kladných čísel změn cenové hladiny. Obdobné názory sdílejí i představitelé zahraničních centrálních bank či zahraniční ekonomové.

Poněkud paradoxní z pohledu často přeceňovaných možností státu či centrální banky vyvolávat inflaci jsou prozatím marné snahy japonské vlády a centrální banky dostat *inflační politikou* ekonomiku z deflace. Nedaří se to navzdory řadě kroků, kdy například:

- se vláda pomocí rozpočtových výdajů snaží podpořit agregátní poptávku a zaměstnanost a pomoci bankám se špatnými úvěry, a to za situace, kdy státní zadlužení v poměru k hrubému domácímu produktu přesáhlo 140 % (!);

⁸ Počet států na světě se pohybuje kolem 200. Na konci roku 2002 dosáhl počet centrálních bank čísla 173, včetně Evropské centrální banky a centrálních bank zemí s dolarizovanou (či „euroizovanou“) ekonomikou nebo s měnovými radami (*currency boards*). Počet centrálních bank může *klesat*, nikoli ovšem v důsledku rušení centrálních bank z důvodu jejich „neobhájitelné existence“, ale především z důvodu vzniku dalších měnových unií, kdy případné zrušení národní centrální banky by bylo spojeno se založením centrální banky společné.

– centrální banka dodáváním likvidity na mezibankovní trh dosáhla *záporných hodnot* mezibankovní úrokové sazby (– 0,01 % koncem ledna 2003); pro zvýšení rezerv bank a také ve snaze pomoci bankám je ochotna od nich nakupovat *akcie nebankovních institucí*.

Deflační vývoj tedy podle autorova názoru *nelze označovat za projev zdravého vývoje tržní ekonomiky*.⁹

3. Krytí peněz

Cenová stabilita jako jediný či hlavní cíl měnové politiky centrální banky ještě neznamená, že se tržní ekonomika bude vyvíjet přesně podle tohoto cíle. Účinnost (efektivnost) měnové politiky, kdy kritériem je plnění cíle,¹⁰ nemusí být příliš vysoká: při veškeré snaze centrální banky nelze vyloučit růst či pokles cenové hladiny. Účinnost měnové politiky je ovlivňována i skutečnostmi, které centrální bankéři při nejlepší vůli a nejlepších znalostech o fungování ekonomiky nemohou významněji ovlivnit. Za všechny skutečnosti si uveďme změny cen ropy – jsou v zásadě pod kontrolou Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC), která víceméně *administrativně* nastavuje jejich základní úroveň. Téma účinnosti měnové politiky jde ale nad únosný rozsah tohoto článku; proto se budeme zabývat pouze dvěma skutečnostmi: vznikem nekrytých „inflačních“ peněz a možnostmi „řídit“ v současnosti celkové množství peněz v ekonomice, resp. nabídku peněz.

3.1 Vývoj krytí peněz

Předlouhý historický vývoj peněz a peněžních systémů omezíme na velmi stručný popis období po vzniku papírových *bankovek* a na problémy krytí peněz.¹¹

3.1.1 Hotovostní peníze

Při abstrakci od prvních papírových a vnitřně inflačních státovek lze za reprezentanta papírových peněz považovat bankovky. Historicky první tzv. *klasické bankovky* vznikaly v přímé souvislosti s rozmachem průmyslové výroby v raných stádiích kapitalizmu. Šlo o hotovostní peníze, které emitovaly obchodní banky dvěma základními způsoby: odkupem drahých kovů a odkupem obchodních směnek. Podnikatelský nebankovní sektor poptával klasické bankovky z důvodu nedostatečného množství jiných peněz v oběhu

⁹ Tento závěr může vzbudit odmítavé reakce (Šíma, 2002, zejm. ss. 547–548). Místo obviňování těch, kteří doporučují zvrátit (reagovat na) deflační vývoj, z nevědeckosti přístupu, poškozování jedněch ve prospěch druhých a vědecké diskreditace by bylo vhodné závěry konfrontovat např. právě s Japonskem. Jen těžko by se asi podařilo přesvědčit Japonce, že deflační vývoj je přesné to, co japonská ekonomika potřebuje.

¹⁰ Kritéria hodnocení účinnosti měnové politiky mohou být různá – kromě plnění hlavního cíle se nabízejí např. tzv. makroekonomická situace (variabilita tempa ekonomického růstu a míry inflace), plnění tzv. zprostředkujících kritérií měnové politiky apod.

¹¹ Část 3.1 byla na doporučení redakce výrazně zkrácena. Podrobný popis viz (Revenda, 2001, kap. 4).

– jde současně o problém *nedostatečného množství zlata pro měnové účely*. Banky emitovaly klasické bankovky především z důvodu zisku.

Tyto bankovky původně obsahovaly závazek (povinnost) emitenta směniti je (v zásadě) proti předložení za zlato, nejčastěji v podobě zlatých mincí. Vzhledem k částečnému krytí směnkami neboli neúplnému krytí zlatem je jasné, že banky spoléhaly na to, že nenastane situace, kdy zpětnou výměnu za zlato budou v krátkém čase vyžadovat majitelé bankovek v množství vyšším, než je množství zlata v bance.¹² Stěžejním předpokladem funkčnosti systému těchto peněz je proto předpoklad známý jako základní znak peněz: *důvěryhodnost emitenta* a s tím spojená ochota tyto peníze přijímat.

Poptávka po bankovkách však často převyšovala směnečné a kovové krytí. To postupem času vedlo k emisi klasických bankovek poskytnutím hotovostního úvěru v těchto bankovkách krytého dluhem, resp. závazkem pozdějšího splacení. Takto emitované bankovky jsou v zásadě nekryté existujícími hodnotami (zlatem a zbožím), což nevylučuje jejich nadměrnou emisi s dopadem na změnu (dlouhodobější růst) cenové hladiny. Emise nad rámec plného krytí však současně umožnila také poskytování úvěrů na *hodnoty, které teprve vzniknou* (!). Jde o úvěry, které jsou nyní v tržní ekonomice již zcela běžné. Plné krytí bankovek by tyto úvěry neumožňovalo.

I v případech emise nad rámec plného krytí šlo o důsledek tržní poptávky, resp. o emisi „vynucovanou“ trhem.¹³ Celý proces končí – obvykle již v podmínkách bankovek centrální banky – *nekrytou emisí* a zánikem povinnosti emitenta směňovat bankovky za drahý kov. Opouštění plného krytí klasických bankovek zlatem a obchodními směnkami *umožňuje nadměrnou emisi těchto peněz s dopady do cenové hladiny*.

Možnosti nadměrné emise klasických bankovek vedly dříve či později k *centralizaci emise bankovek*. Mezi dalšími důvody je nutné uvést především:

- *mocenské a finanční zájmy státu (vlády)*: výnos z každé emitované bankovky („ražebné“ – viz např. (Holub, 2001), (Mack, 2000)), relativně snadný přístup k úvěrům od „vlastní“ centrální banky apod.;
- *nepřehlednost systému klasických bankovek*:¹⁴ v oběhu je celá řada druhů bankovek různých obchodních bank, vznikají „směnné kurzy“ mezi bankovkami, výrazně rostou příležitosti pro falzifikátory apod.

Klasické bankovky se stávají minulostí, hotovostní peníze – vedle mincí z běžných kovů s nízkými nominálními hodnotami – jsou reprezentovány papírovými *bankovkami jediného emitenta*, kterým je ve zcela převažující většině případů centrální banka. Tato banka má na emisi hotovostních bankovek a většinou i mincí monopol. Termín *emisní monopol*, který se

¹² Abstrahujeme od dalšího krytí bankovek – kapitálu bank tvořeného zlatem.

¹³ Ke snižování plného krytí docházelo i u mincí! Zde obvykle *stát* (panovník) nechal razit mince se stále menším obsahem drahého kovu. Šlo o tzv. zlehčování mincí, proces, který se zastavil až na nule – a z mincí s obsahem drahého kovu se staly mince pouze z běžných kovů.

¹⁴ Samozřejmě se také znesnadňuje kontrolovatelnost emise bankovek, přičemž domnívat se, že všichni emitenti – v obavě před tržní disciplínou – se při emisi budou „chovat rozumně“, resp. že je „umravní trh“, je omyl; bliže např. (King, 1983), (Rolnick – Weber, 1983), (Green, 2003). Systém vysokého počtu emitentů klasických bankovek je často označován za „wildcat banking“.

běžně v této souvislosti uvádí, může být mírně zavádějící: v současnosti se týká pouze *hotovostních bankovek* (a mincí), ani zdaleka tedy ne všech peněz emitovaných do ekonomiky.¹⁵

3.1.2 Bezhotovostní peníze

Koncem 19. století se začínají objevovat bezhotovostní peníze. Tyto peníze nejsou spojeny s emisním monopolem centrálních bank, kromě centrální bankou jsou emitovány dalšími bankami v podobě prostředků na běžných účtech nebankovních klientů a také některými dalšími nebankovními institucemi, především v případech tzv. elektronických peněz.¹⁶ Existence bezhotovostních peněz proto výrazně zvyšuje význam měnové politiky.

Centrální banka emituje bezhotovostní peníze třemi základními způsoby: poskytnutím úvěru, nákupem cenných papírů a nákupem zahraničních měn, přičemž ve všech případech je protistranou operace obchodní (či jiná) banka. Až na nepodstatné výjimky mají tyto operace bezhotovostní podobu. Všechny tři způsoby současně představují „krytí“ takto emitovaných peněz. Je zřejmé, že emise bezhotovostních peněz může být nadměrná (či „nedostatečná“) s dopadem na kupní sílu peněz a cenovou hladinu. Stejně možnosti, krytí i potenciální důsledky jsou spojeny s emisí bezhotovostních peněz *obchodními bankami* s jediným rozdílem – protistranou je *nebankovní subjekt*.

Faktická neexistence krytí bezhotovostních peněz směřuje naši pozornost k limitům emise – v obecné rovině je limitem u centrální banky zákonem stanovený cíl měnové politiky a u obchodní bank regulační pravidla, např. kapitálová přiměřenost, likvidita, úvěrová angažovanost, pravidla tvorby rezerv a opravných položek atp. V zásadě není sporu o tom, že tyto limity nedokáží zcela vyloučit nadměrnou emisi s dopady do kupní síly peněz a cenové hladiny. V případě emise peněz centrální bankou může jít například o problém nevhodně stanoveného cíle či nedostatečné samostatnosti centrální banky a z toho vyplývajícího nebezpečí politických a dalších tlaků směrem k provádění „umírněné“ (až inflační) měnové politiky.¹⁷ Při emisi peněz obchodními bankami jde především o projev svobodného rozhodování tržních subjektů, včetně subjektů nebankovních – pokud by nebankovní

¹⁵ Někteří ekonomové tyto skutečnosti zjevně neberou v úvahu. Příkladem je tvrzení v (Šíma, 2000), kde autor uvádí (s. 26): „Svobodně vzniklé peníze, které vznikly právě proto, že plnily úlohu peněz nejlépe, byly odstraněny rozhodnutím politické moci a nahrazeny novými „penězi“, které neomezovaly svou neelasticitou (tj. vlastností, díky které se staly penězi) „potřeby obchodu“.“ To ale platí pouze pro některé země – ke vzniku centrálních bank, a tedy k centralizaci emise hotovostních peněz došlo v převážné většině zemí až ve 20. století (v roce 1900 existovalo pouze 18 centrálních bank), tj. v době, kdy vedle hotovostních peněz již obíhaly peníze bezhotovostní. Emise těchto peněz ale *není centralizována* a navíc pochybují, že jde o peníze „ne-svobodné“.

¹⁶ Elektronické peníze jsou ale formou bezhotovostních peněz. Jsou kryty prostředky na běžných vkladech či prostředky „získanými“ bezhotovostními úvěry.

¹⁷ K problému nedostatečné samostatnosti centrální banky viz např. (Kydlund – Prescott, 1977), (Meyer, 2001b). Se samostatností úzce souvisejí odpovědnost, transparentnost a tzv. kredibilita centrální banky – viz např. (Cukierman, 2002), (Cecchetti – Krause, 2002), (Poole – Rasche – Thornton, 2002), (King, 2001), (Lastra – Wood, 2001), z české literatury např. (Kotlán, 2001).

subjekty nepoptávaly bezhotovostní peníze od obchodních bank, k žádné emisi by samozřejmě nedocházelo.¹⁸

Jednou z otázek je proto otázka „adekvátního krytí“ emitovaných peněz ve smyslu v podstatě automatického regulování skutečného množství na úroveň poptávaného množství, resp. automatického dosahování rovnováhy nabídky peněz s poptávkou po penězích.

3.2 Krytí peněz

Základní úvaha je následující: kvalitní krytí emitovaných peněz vylučuje či alespoň výrazně omezuje jejich nadměrnou emisi, což vede k neinflačnímu (i nedeflačnímu) vývoji; kupní síla peněz a cenová hladina jsou stabilizovány. Tento vývoj pak vytváří ty nejprůzračnější podmínky pro rozvoj tržní ekonomiky.

O tom, že stabilizace cenové hladiny je v dlouhodobém horizontu vysoce příznivou (či dokonce základní) podmínkou zdravého ekonomického růstu, panuje v ekonomické obci a v takto formulované obecné rovině *v zásadě* shoda. Konkrétním projevem uznání zmíněné teze je posun v oblasti cílů měnové politiky centrálních bank v posledních dvou desetiletích směrem k cenové stabilitě.

Tím se dostáváme k otázce krytí peněz. V podmínkách současného dvou-
stupňového bankovního systému s centrální bankou a obchodními (a dalšími) bankami se nabízejí dvě základní možnosti. Každá z nich by stačila na samostatný článek, proto autor upozorňuje na velmi úsporný popis a hodnocení. První možnost představuje *krytí zlatem* (drahými kovy či jiným zbožím), druhou možností je *krytí rezervami bank*.

3.2.1 Krytí zlatem

V minulosti mohla své vlastní *hotovostní* peníze emitovat kterákoli banka. Klasické bankovky nebyly plně kryty zlatem, poptávka po bankovkách – více či méně respektující ekonomický vývoj – dříve či později vedla k emisi nad rámec zlatého a obchodního krytí: *množství zlata* (pro měnové účely) *nestačilo pokrýt rostoucí poptávku po penězích*.

Zlato neroste na stromech, nesklízí se na polích, neválí se všude kolem nás ani se nerozmnožuje. Při respektování elementárních požadavků na ekonomickou únosnost výroby a dalších omezení nelze zlato ani vyrobit. Ne nadarmo nese označení *drahý kov*. Bude ho vždy relativní nedostatek, a to nejen pro měnové účely. V případě dostatečného množství by se zlato stalo běžným kovem. Neboli: popírat nedostatek zlata znamená popírat základní ekonomické vlastnosti tohoto kovu.¹⁹

¹⁸ Na doporučení jednoho z recenzentů zde upozorňujeme, že jde o určitý projev tzv. endogenity peněz, kdy množství peněz v oběhu závisí na poptávce po bankovních úvěrech.

¹⁹ Zcela abstrahujeme od problému „spravedlnosti“ systému plného krytí zlatem, ve kterém by evidentně byly zvýhodněny státy s velkými nalezišti tohoto kovu. Pro kritiky faktu nedostatečného množství zlata lze kromě dříve zmíněného zlehčování mincí navíc uvést jednu zajímavost z historie – nejen zlata (drahého kovu), ale i mědi (běžného kovu) bylo nedostatečné množství pro měnové účely: příkladem je první banka založená na území Švédska, Rikets Standers Bank (1656), budoucí švédská centrální banka; blíže (Revenda, 2001, s. 679).

Stále nižší krytí hotovostních peněz drahým kovem je spojeno s vývojem tržní ekonomiky; nikdo (stát) subjektům tento vývoj nenaordinoval. Naopak, klienti bank poptávali další a další bankovky bank a banky jako podnikatelské subjekty samozřejmě hledaly různé cesty, jak poptávku po penězích uspokojovat (a dosahovat tím zisk). Kritici této skutečnosti někdy docházejí k výrazům od mírnější verze typu „vlastnické tituly k neexistujícím penězům (neexistujícímu zlatu)“ až po extrémní označení typu „falešné peníze“. Vstup státu do této situace formou centralizace emise hotovostních peněz centrální bankou naši charakteristiku již nijak výrazně nezmění.

Na scénu dále vstupují *bezhotovostní peníze*. Celkové množství peněz v oběhu tak má dvě podoby – hotovostní a bezhotovostní –, přičemž bezhotovostní peníze kromě centrální banky emitují také (a v současnosti *především*) obchodní a další banky.²⁰ Po různých systémech (standardech) částečného krytí se v tržních ekonomikách vyvinul systém současný, v němž peníze nemají žádnou vazbu na zlato a v němž již vůbec neexistuje povinnost emitentů směňovat „předložené“ peníze za zlato. Že lze tento systém nekryté emise kritizovat, o tom není sporu, nicméně by tato kritika měla vycházet ze znalosti reality.²¹

Pokud bychom uznali vhodnost krytí peněz zlatem *v současnosti*, pak vzhledem ke dvěma typům emitentů lze uvažovat pouze o krytí (části) tzv. měnové báze.²² Některé prvky této vazby zlata na peníze lze při úporném hledání nalézt i po zrušení směnitelnosti amerického dolaru za zlato (1971). Švýcarská centrální banka mohla emitovat bankovky a mince v maximálním objemu čtyřnásobku zlatých rezerv (tj. krytí 25 %). Povinnost byla zrušena *na základě referenda* v dubnu 1999.

Odklon peněz od zlata lze dokumentovat dalšími údaji. V říjnu 1999 byla uzavřena *Washingtonská dohoda* mezi Evropskou centrální bankou, Bank of England, Sveriges Riksbank a Schweizerische Nationalbank o limitech prodeje a půjčování zlata. Prodeje těmito centrálními bankami byly omezeny na 400 tun v každém z pěti let trvání dohody. Jinak řečeno, mnohé

²⁰ V tom se současný systém jen málo liší od tzv. svobodného bankovníctví a soukromých peněz. Každá banka nyní emituje „své vlastní“ bezhotovostní peníze – závazky. Rozdíl od svobodného bankovníctví spočívá v jednotném nominálním základu a „všeobecné“ kupní síle – mezi těmito penězi pak nevznikají „směnné kurzy“. Vklady v bankách, resp. závazky-peníze těchto bank se mohou lišit kvalitou či důvěryhodností příslušné banky, vyšší úročení, službami spojenými s vklady apod.

²¹ Splnění tohoto elementárního požadavku není asi tak samozřejmé, jak by se mohlo zdát. Důkladem jsou úvahy v (Šíma, 2002), kde autor v souvislosti se zpochybňováním nedostatečné nabídky zlata srovnává banky s nádražními úschovnami kufrů (!). Budeme-li abstrahovat od poněkud zvláštního srovnání činnosti úschoven kufrů s mnohem složitější činností bank (i v dávné době) a od rozdílů mezi poukázkami sloužícími pouze k vyzvednutí kufrů a penězi sloužícími jako prostředek směny, určitě dojdeme k následujícímu závěru: pokud by poukázky na kufrы začaly (z autorovi záhadných důvodů) vystupovat jako peníze, dříve či později by poptávka po těchto poukázkách převýšila množství kufrů („drahého kovu“ a popřípadě i obchodních směnek). A subjekty by bez ohledu na tento fakt poukázky na kufrы přijímaly, pokud by – stejně jako u „poukázek“ typu peněz – věřily, že je mohou použít ve směně. To nelze ani zpochybnit možností, kdy „všichni klienti přijdou najednou“ se žádostí o vydání kufrů, resp. výměnu peněz za zlato. Peněžní systém by nevznikl a nemůže fungovat bez důvěry, že peníze lze použít.

²² Měnová báze = hotovostní oběhivo + rezervy bank; jde o (některé) prostředky v pasivech centrální banky a v aktivech obchodních a dalších bank. Pouze tyto peníze jsou pod relativně účinnou kontrolou centrální banky.

centrální banky vyspělých zemí se zbavují svých zlatých zásob v takovém rozsahu, že z obav z příliš silných dopadů na ceny zlata je nutné prodeje limitovat. V březnu 2004 byla uzavřena obdobná dohoda na dalších pět let.

Zdaleka největší zlaté zásoby mají Spojené státy americké – kolem 8150 tun. Oceníme-li zlato cenou v současnosti (přibližně 400 USD za 1 trojskou unci), lze zjistit cenu zlatých zásob USA: 104,8 mld. USD. „Krytí“ zlatem (konec r. 2003) činilo 14,2 % u měnové báze a 8,1 % u M1.²³ Plné krytí zlatem je tak již čistě spekulativní úvahou – Federální rezervní systém by musel zvýšit zásoby zlata na sedminásobek současného stavu, resp. snížit měnovou bázi na 1/7 současné výše. Stranou ponecháváme růst množství emitovaných dolarů v důsledků nákupů zlata.

Závěr v podobě faktické nemožnosti plného krytí současných peněz zlatem lze učinit i pro jiné způsoby plného krytí: stříbrem či nějakým zvoleným zbožím – ve druhém případě by možná nemusel existovat objektivní nedostatek množství příslušného zboží, nicméně právě jeho „vyrobitelnost“ (elasticita nabídky) *vylučuje smysluplnost případného krytí*.²⁴

3.2.2 Krytí rezervami bank

Rozhodující množství peněz v současnosti emitují obchodní a další banky, a to v podobě *bezhotovostních peněz* na běžných účtech (dále jen běžné vklady).²⁵ Na nadměrné či nedostatečné emisi peněz se tedy výrazně podílejí právě tyto banky. Pak je již jen krůček k úvahám nad možnostmi „automatického vyrovnávání“ množství emitovaných peněz (nabídky peněz) s jejich potřebným množstvím (poptávkou po penězích).

Nepřímými bariérami *nadměrné emise* jsou různá, již dříve zmíněná, regulační pravidla činnosti bank – především kapitálová přiměřenost a pravidla likvidity – a také některé nástroje měnové politiky. U *nedostatečné emise* bychom bariéry hledali velmi obtížně – v obecné rovině by šlo o takovou poptávku po úvěrech obchodních bank, která by tyto banky „přesvědčila“ o vhodnosti povzbudit jejich úvěrovou aktivitu. Mezi bariérami emise a možnostmi „automatického vyrovnávání“ nabídky s poptávkou je však velký rozdíl. Bariéry omezují inflační či deflační vývoj, zatímco „automatické vyrovnávání“ ho (téměř) vylučuje.

Je tedy vhodné do tržní ekonomiky „zavést“ nějaký „automatický regulátor“ emise peněz? Teoreticky možná ano, ale reálně taková možnost v současnosti neexistuje. Potenciální možnost zlatého krytí byla rozebrána v předchozí části. Zbývá možnost plného krytí běžných vkladů aktivy v podobě rezerv bank.

Emise bezhotovostních peněz obchodními bankami v současnosti je běžně popisována jako *multiplikace běžných vkladů*. Jde o proces, který je součástí výkladu v nižších ročnících vysokých škol ekonomického zaměření. Uvedme

²³ Odhad za Českou republiku pro konec roku 2003 při stejném ocenění zlata činí u měnové báze 2,0 % a u M1 0,7 %.

²⁴ U dominantní měny ve světě, amerického dolaru, se někdy uvádí „krytí“ ropou – jde ale o poptávku po dolarech v souvislosti s poptávkou po ropě.

²⁵ Uloží-li subjekt hotovostní peníze na účet, dochází pouze k jejich přeměně na bezhotovostní peníze, a nikoli k emisi bezhotovostních peněz.

si jednoduchý příklad s abstrakcí od různých omezení (povinné minimální rezervy, přiměřenost likvidity a kapitálu aj.). Výchozí údaje budou činit 1000 jednotek běžných vkladů (pasiva) a rezerv (aktiva). V dalším kroku dojde k poskytnutí bezhotovostního úvěru nebankovnímu subjektu ve výši 250 jednotek – v této výši bankovní systém emitoval nové peníze. Úvěr je samozřejmě dlužníkem použit – na bezhotovostní úhradu ve prospěch jiného subjektu. Čerpání úvěru vede k poklesu běžných vkladů dlužníka a rezerv příslušné banky. Peníze se však neztratí: objeví se na běžném účtu jiného subjektu a současně se zvýší rezervy banky, která tomuto subjektu vede běžný účet. V našem případě se původní stav plného krytí běžných vkladů rezervami po poskytnutí bezhotovostního úvěru nebankovnímu subjektu, tj. po emisi nových bezhotovostních peněz, snížil na 80 % (rezervy 1000, úvěry 250, běžné vklady 1250).

Pro konkretizaci využijme opět údaje z USA z konce roku 2003. Při abstrakci od možných rozdílů v hotovostním oběhu jako součásti měnové báze a součásti měnového agregátu M1 dojdeme ke krytí běžných vkladů rezervami bank ve výši 15,1 %. Americké banky tak rezervami kryjí pouhou 1/6–1/7 svých závazků v podobě běžných vkladů.

Připomeňme, že do této situace se dostal bankovní systém v každé vyspělé tržní ekonomice nikoli z důvodu nějakého příkazu státu (vlády či centrální banky), ale především v důsledku vzniku bezhotovostních peněz a poptávky po nich.

V samotném závěru této části je nutné opět zdůraznit, že peníze v současnosti jsou emitovány především obchodními a dalšími bankami, nikoli centrální bankou. Například v České republice koncem roku 2003 na jednu korunu měnové báze připadalo asi 2,9 Kč měnového agregátu M1 a 6,4 Kč měnového agregátu M2. Z toho lze snadno vyvodit jen omezený vliv centrální banky na vývoj celkového množství peněz v ekonomice.

3.3 Státní emisní monopol

Argumentace proti současnému dvoustupňovému systému nekrytých, resp. jen částečně krytých peněz je často spojována se státními zásahy do měnového vývoje, zde ve smyslu státem zřízené centrální banky s monopolem na emisi peněz. Tento státní monopol je pak označován za jednu ze základních příčin inflačního vývoje a za vědomé násilí (!) páchané na jedné skupině lidí s cílem tuto skupinu poškozovat v podobě přesunu části jejího majetku ve prospěch jiné, privilegované skupiny.

Z předchozích částí je zřejmé, že stát (vláda či centrální banka) nemá v současnosti na emisi peněz monopol. Tzv. emisní monopol se týká výhradně *hotovostních peněz – bankovek a případně mincí*. Centrální banka má vliv také na vývoj rezerv bank, nicméně vliv neznamena monopol. Podíl hotovostních peněz či měnové báze na celkovém množství emitovaných peněz přitom permanentně klesá. Konkrétněji nedefinovaný termín emisní monopol proto patří do historie. Stát ale může i v současnosti výrazně přispět k inflaci či deflaci.

V případě *inflace* jde o „tištění peněz“ – relativní zvyšování rozpočtových deficitů a státního dluhu. Ve vyspělých tržních ekonomikách jsou tyto možnosti omezeny, především zákazem přímého odkupu státních cenných

papírů centrální bankou, limity nepřímých odkupů státních cenných papírů centrální bankou od tržních subjektů a v zákoně stanoveným cílem měnové politiky centrálních bank – podporou cenové stability. Lze nalézt i příklady, kdy stát naopak „narazil“ se svou *protiinflační* politikou – také v naší ekonomice byla Česká národní banka terčem kritiky za příliš přísnou měnovou politiku.²⁶

4. Stručný přehled některých dalších problémů

Účinnost měnové politiky centrální banky v tržní ekonomice obsahuje nepřehlednou řadu možností teoretického i praktického zkoumání. Uvedme si například tzv. transmisní mechanismy, vazby mezi vývojem množství peněz v oběhu a vývojem jiných makroekonomických veličin, cíle měnové politiky a jejich případnou kvantifikaci a „podmiňovací doložky“, časová zpoždění účinků měnové politiky, institucionální rámec měnové politiky ve vazbě na samostatnost, odpovědnost, transparentnost, kredibilitu a zákoný rámec činnosti centrální banky, konstrukci ukazatelů „množství peněz v oběhu“ aj.

Vzhledem ke skutečnosti, že převážná většina peněz je již emitována obchodními a dalšími bankami a závisí tak i na poptávce po těchto penězích a ochotě – soukromých – bank je emitovat, je v případě měnové politiky nesprávné hovořit o tom, že centrální banka (či dokonce vláda) „řídí“ množství peněz v ekonomice. Vhodnější je mluvit o *snaze regulovat* množství peněz v ekonomice, a to ať již formou regulace množství peněz pod vysokým stupněm kontroly centrální bankou (měnová báze, resp. především rezervy bank), nebo formou regulace základní ceny peněz (krátkodobá úroková míra).²⁷

Měření cenového vývoje obsahuje problémy konstrukce a sledování různých cenových indexů, jejich „očisťování“ o různé vlivy typu exogenních šoků či neinflační (nedeflační) změny cen, stanovení vah jednotlivých skupin zboží a služeb v cenových „koších“, další očisťování například od sezonních výkyvů apod. Někteří ekonomové přitom zpochybňují samotnou podstatu měření cenového vývoje. Pokud však chceme „zajistit“ stabilizaci cenové hladiny, resp. vůbec hovořit o inflaci či deflaci a změnách kupní síly peněz, asi bychom také měli mít možnost skutečný cenový vývoj nějak změřit. Otázka přesnosti cenových indexů a jejich významu v rozhodovacím procesu měnové politiky by neměla být zaměňována za otázku samotného smyslu měření.

Volatilita inflace či deflace je další podstatnou skutečností: jedním z klíčových problémů spojených s redistribučním efektem je nestejná schopnost různých skupin subjektů předvídat další cenový vývoj. Bez

²⁶ Ukázkovým příkladem z historie je ukončení činnosti druhé centrální banky na území USA, (Second) Bank of the United States, v roce 1836. Hlavním důvodem byla „politicky neakceptovatelná“ restriktivní, resp. neinflační (!) měnová politika. Blíže (Green, 2003).

²⁷ Například německá Deutsche Bundesbank, označovaná za jednu z nejúspěšnějších centrálních bank v boji proti inflaci ve druhé polovině 20. století, považovala za množství peněz v oběhu měnovou bázi (1975–1987), resp. měnový agregát M3 (1988–1997). Tyto veličiny se také snažila regulovat, resp. udržet v předem stanoveném rozmezí. V uvedeném období 23 let se jí to podařilo 12krát – a 11krát tedy nikoli.

další argumentace lze uvést, že například vyšší průměrná míra inflace s nízkou volatilitou může mít méně nepříznivé dopady než nižší míra inflace s vyšší volatilitou (a horší odhadnutelností budoucího vývoje). Na druhé straně platí, že vyšší průměrné míry inflace mají obvykle vyšší volatilitu.

Definování cenové stabilizace má obvykle podobu takového růstu cenové hladiny, který lze považovat za projev růstu kvality zboží a služeb – podle naší definice inflace jde o neinflační růst cen. Za těchto okolností by snaha centrální banky o nulový růst cen nebyla vhodná; naopak, dojde-li k růstu cen, který je nižší než růst považovaný za cenovou stabilizaci (tzn. že může jít i o *pokles* cenové hladiny), měla by centrální banka dříve či později „inflačně“ reagovat, resp. mělo by dojít ke zmírnění možná příliš restriktivní měnové politiky.

Vývoj cen investičních aktiv, zejména akcií a realit. Například ve Spojených státech amerických se „oficiální“ ukazatel vývoje cen pohybuje v posledních letech kolem 1 % až 4 % na roční bázi. Růst reálných příjmů a relativně vysoká materiální nasycenost spotřebitelů se pak přelévají do investic do cenných papírů či nemovitostí. To vede k rychlému růstu cen těchto aktiv, který může přerůst v „nadměrný“, resp. „inflační“ růst, tedy do situace známé pod označením cenová bublina (podrobný popis např. (Musílek, 2002)). Pro měnové autority tak vyvstává otázka, zda ceny těchto aktiv je, či není vhodné zahrnovat do těch ukazatelů inflace, které mají kritériální význam v měnové politice.

Předpovědi budoucího vývoje v přímé vazbě na problém dříve zmíněných časových zpoždění, exogenních šoků a volatility cenového vývoje. Jde také o problémy konstrukce předpovědních modelů.

Mezinárodní souvislosti. S růstem otevřenosti příslušné ekonomiky klesá potenciální účinnost domácí měnové politiky a naopak, čím ekonomicky silnější daná ekonomika je, tím samostatnější měnovou politiku může provádět. Svou roli hrají kurzový režim, výše devizových rezerv, vývoj v platební bilanci apod. Na mezinárodní souvislosti se často při popisu inflace či deflace zapomíná. To si lze možná dovolit v USA, nikoli však v relativně málo významné a naopak vysoce otevřené ekonomice, kterou je také Česká republika – zde je cenový vývoj značně závislý na cenovém vývoji v zahraničí a dalších mezinárodních faktorech. Ale i velké a relativně uzavřené ekonomiky jsou vystaveny nebezpečí „mezinárodních“ exogenních šoků; za všechny připomeňme ropné šoky z let 1973 a 1979. Naopak, při klesajících cenách ropy si lze jen těžko představit „optimizmus“ zemí až životně závislých na vývozu této suroviny.

5. Shrnutí a závěry

Důsledná snaha o dosahování cenové stability se v posledních letech v řadě zemí významně podílela na výrazně nižších tempech růstu cenových hladin. V některých ekonomikách se vývoj cenové hladiny dokonce pohyboval a pohybuje v záporných hodnotách. Tyto deflační tendence jsou chápány jako vážná hrozba pro zdravý ekonomický vývoj. Na druhé straně existují ojedinělé názory, které deflační vývoj považují za základní, „definiční“ znak zdravé tržní ekonomiky.

V článku se autor pokouší hledat odpovědi na tři základní otázky. První z nich je otázka, *zda deflace je stejně jako inflace nežádoucí*. Na základě rozboru základních projevů a důsledků obou situací dochází k závěru: nejvhodnější je cenový vývoj v podobě cenové stability. Inflace i deflace jsou škodlivé, přičemž potenciální důsledky deflace jsou mnohem nebezpečnější než důsledky spojené s inflací.

Kladná odpověď na první otázku jednoznačně předznamenává odpověď i na otázku druhou, a to, *zda by měla vrcholná měnová autorita věnovat stejnou pozornost boji proti deflaci, jakou věnuje boji proti inflaci*. Odpověď je ano, deflaci je nutné věnovat minimálně stejně velkou pozornost jako inflaci.

Poslední základní otázka se vztahovala na *hledání peněžního mechanismu, který by v současnosti výrazně omezoval, či dokonce vylučoval inflační a deflační tlaky*. Mechanismus se nabízí: je jím plné nebo alespoň částečné krytí emitovaných peněz. V podmínkách oběhu *pouze* hotovostních peněz byly tyto peníze kryty především drahými kovy. Tento mechanismus ale patří do dávné minulosti; o jeho zánik se kromě mocenských zájmů postarala sama tržní ekonomika. Potřeba rostoucího množství hotovostních peněz (poptávka po těchto penězích) stále více předbíhala nabídku drahých kovů pro peněžní účely. Krytí peněz tak ztrácelo svůj význam. Nedostatečná nabídka je přitom spojena se samotnou základní charakteristikou *drahých kovů*.

Se vznikem a rozvojem bezhotovostních peněz se problém krytí posunuje směrem k aktivům obchodních a dalších bank v podobě rezerv. Emise těchto peněz je spojena především s multiplikací peněz na běžných účtech. To objektivně vylučuje plné krytí bezhotovostních peněz: peněžní oběh je v současnosti založen pouze na „částečném krytí“. Obdobné závěry platí pro bezhotovostní peníze emitované centrálními bankami.

Drahými kovy či rezervami bank nekryté peníze jednak zvyšují význam měnové politiky a jednak představují potenciální nebezpečí inflačního či deflačního vývoje v tržních ekonomikách. Existuje také skrytá hrozba náhlých hromadných výběrů peněz z bank. Peníze jsou však aktivem, které plní své funkce pouze v prostředí jistého stupně důvěry v použití peněz. Tento systém není dokonalý, ale s tím se musíme naučit žít; plné krytí peněz není reálnou možností, nehledě na to, že hrozba hromadných výběrů existovala i v podmínkách krytí peněz drahými kovy. Stranou ponecháváme, co by se s penězi hromadně vybranými z bank dále v současnosti dělo – samozřejmě by z ekonomiky nezmizely.

Měnová politika proto musí být prioritně zaměřena na kvalitu peněz – hlavním cílem této politiky by měla být cenová stabilita. V současnosti je většina peněz emitována tržními subjekty – obchodními a dalšími bankami; neexistuje proto žádný emisní monopol státu či centrální banky. To také znamená, že přes veškerou snahu se dosáhnout cenové stability nemusí po-
dařit.

Na jednoduchém konceptu rovnice směny lze při abstrakci od změn rychlosti oběhu peněz dokázat, že ekonomický růst musí být doprovázen růstem množství peněz v oběhu *a/nebo poklesem* agregátní cenové hladiny. Realita však pokles cen nepotvrzuje, naopak – klesá-li cenová hladina, dochází současně k ekonomickému poklesu. Bez ohledu na přirozené spodní hranice cen (teoreticky nula) lze tyto souvislosti intuitivně vytušit: jen těžko

lze v dlouhodobém horizontu očekávat *permanentní* ekonomický růst doprovázený *permanentním* poklesem cenové hladiny. V rozvíjející se ekonomice zkrátka „vše“ roste – množství peněz, rychlost oběhu peněz (spíše díky novým technologiím) i cenová hladina. A přiznání těchto skutečností neznamená obhajobu inflačního vývoje.

Samozřejmě lze konstruovat čistě teoretické „modely“, v nichž neexistuje centrální bankou regulované bankovníctví a množství peněz v oběhu, v nichž je množství peněz „automaticky“ přizpůsobováno poptávce po penězích a v nichž všechny poruchy „opravuje trh“. Zde může být ekonomický růst spojován s poklesem cenové hladiny a růstem kupní síly peněz. Takové modely mají ovšem stejnou vypovídací hodnotu jako např. modely, které vycházejí z neexistence zbraní ve světě a nabízejí obdivuhodný závěr, že takový svět by byl mnohem krásnější a bezpečnější. Možná ano, ale současný svět je plný zbraní. Stejně lze hodnotit závěry o deflaci jako znaku zdravé ekonomiky a volání po návratu k plnému krytí peněz – je to snaha vrátit se do světa, který již dávno neexistuje.

Nemusíme nekriticky respektovat autority, ale bylo by možná vhodné jim alespoň naslouchat. Alan Greenspan, předseda Výboru guvernérů Federálního rezervního systému a jedna z nejrespektovanějších osobností v měnové oblasti, začátkem roku 2003 nepřímě vyjádřil svůj názor na „prospěšnost“ deflace pro tržní ekonomiku, když varoval před *poklesem míry inflace k nebezpečně nízkým hodnotám*. O něco později uvedl, že „podstatný propad inflace by byl pro ekonomiku nevídaným jevem“.

Inflace i deflace jsou nemocemi tržní ekonomiky, která přitom často mohla onemocnět, přestože žila zdravě – nakazila se třeba ze zahraničí. Nemocnou ekonomiku je pak určitě lepší léčit, byť nedokonale a s vedlejšími účinky, než doufat, že se permanentně bude bez negativních následků uzdravovat sama. Nebo ne? A co když se – ani pomocí všemocného trhu – neuzdraví?

LITERATURA

BRONFENBRENNER, M. – HOLZMAN, F. D. (1964): *Přehled inflační teorie*. Ekonomické informace (Výzkumný ústav NHPL), 1964, č. 30.

CECCHETTI, S. G. – KRAUSE, S. (2002): Central Bank Structure, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance: Exploring Empirical Relationships. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 84, no. 4, July/August 2002, pp. 47–59.

CUKIERMAN, A. (2002): Are Contemporary Central Banks Transparent about Economic Models and Objectives and What Difference Does It Make? *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 84, no. 4, July/August 2002, pp. 15–35.

GREEN, E. J. (2003): Economic perspective on the political history of the Second Bank of the United States. *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, vol. XXVII, issue 1, First Quarter 2003, pp. 59–67.

HAFER, R. W. – WHELOCK, D. C. (2001): The Rise and Fall of a Policy Rule: Monetarism at the St. Louis Fed, 1968–1986. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 83, January/February 2001, no. 1, pp. 1–24.

HOLUB, T. (2001): Ražebné a financování centrální banky. *Finance a úvěr*, roč. 51, 2001, č. 1, ss. 9–32.

KING, R. G. (1983): On the Economics of Private Banking. *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, 1983, no. 1.

KOTLÁN, V. (2001): *Politická ekonomie nezávislosti centrální banky*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 2001, č. 4.

- KREJDL, A. (2003): *Postkeynesovská teorie endogenních peněz*. (Disertační práce.) Praha, Vysoká škola ekonomická, 2003.
- KYDLAND, F. E. – PRESCOTT, E. C. (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, vol. 85, June 1977, pp. 473–492.
- LASTRA, R. – WOOD, G. (2001): How Much Accountability for Central Banks and Supervisors? *Central Banking*, vol. XII, 2001, no. 2, pp. 69–75.
- LAURENT, R. D. (1994): Is there a role for gold in monetary policy? *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, vol. XVIII, issue 2, March/April 1994, pp. 2–14.
- MACK, C. (2000): Why the US should encourage dollarisation. *Central Banking*, vol. XI, August 2000, no. 1, pp. 63–69.
- MEYER, L. H. (2001a): Does Money Matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 83, September/October 2001, no. 5, pp. 1–15.
- MEYER, L. H. (2001b): Inflation Targets and Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 83, November/December 2001, no. 6, pp. 1–13.
- MUSÍLEK, P. (2002): *Trhy cenných papírů*. Praha, Ekopress, 2002.
- POOLE, W. – RASCHE, R. H. – THORNTON, D. L. (2002): Market Anticipations of Monetary Policy Actions. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 84, July/August 2002, no. 4, pp. 65–93.
- REVENDA, Z. (2001): *Centrální bankovníctví*. 2. vydání. Praha, Management Press, 2001.
- ROLNICK, A. J. – WEBER, W. E. (1983): New Evidence on the Free Banking Era. *The American Economic Review*, December 1983.
- ŠÍMA, J. (2000): *Trh v čase a prostoru*. Praha, Liberální institut, 2000.
- ŠÍMA, J. (2002): Deflate – definiční znak zdravé ekonomiky. *Finance a úvěr*, roč. 52, 2002, č. 10, ss. 539–549.
- VELDE, F. R. (2001): Following the Yellow Brick Road: How the United States Adopted the Gold Standard. *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, vol. XXVI, issue 2, Second Quarter 2002, pp. 42–58.

SUMMARY

JEL Classification: E31, E52

Keywords: central bank – monetary policy – inflation – deflation – prices

Contributions to Inflation and Deflation in Today's Market Economy

Zbyněk REVENDA – University of Economics, Prague (revy@vse.cz)

There are three possible price movements in a market economy: stability, inflation, and deflation. Inflation and deflation are defined in this article as changes in the purchasing power of money caused by the money creation. Inflation and deflation have many asymmetric, and even some symmetric, effects. Both price phenomena are undesirable, but the consequences of deflation are potentially graver. In the contemporary two-tier banking system the money issue and circulation cannot be fully backed by gold or by other bank reserves, and so monetary policy should be primarily oriented to the quality of money, i. e., to price stability. This is the main or one of the main goals of current central bank monetary policy in market economies. However, price developments are influenced by many factors and the price stability cannot be always maintained.